

南玻 A (000012)

推荐

行业：玻璃制造

业绩触及底部,前海人寿入主提供未来资本运作空间

公司 7 月 11 日公布 2015 年上半年业绩预告, 预计归属上市公司净利润为 1.76 亿-2.65 亿元, 同比下滑 55%-70%, 对应 EPS 为 0.08-0.13 元。

投资要点:

✧ **业绩明显下滑主要在于浮法玻璃价格大幅下降、以及股权投资收益的减少。** 地产投资今年快速下行, 导致玻璃需求前 5 月下降 5.7%, 全国玻璃均价较去年同期下降约 149 元/吨, 玻璃陷入全行业亏损状态。我们判断南玻的平板玻璃业务也由去年的盈利变为明显亏损状态, 相关利润减少估计超过 1 亿元。同时, 去年上半年转让深圳浮法玻璃 100% 股权带来投资收益 3.11 亿元, 而今年无股权出售收益, 也导致利润明显减少。我们估计上半年实际利润在 2.1 亿元左右。

✧ **浮法玻璃盈利见底, 产能收缩明显, 预计今年下半年或明年上半年将逐步企稳回升。** 玻璃行业价格持续下跌导致行业基本全面亏损, 盈利触及历史底部, 大量生产线停产。目前在产能同比负增长已进入第 7 个月, 最新的下滑幅度为 -4%。再加上环保要求考核趋严, 玻璃企业为达环保要求需增加约 50-60 元/吨的成本, 这将进一步加大经营压力, 加快行业去产能。最新的 5 月份地产单月投资增速 2.4%, 较上月的 0.5% 有所回升。若下半年地产投资有所企稳, 玻璃产能收缩加快, 玻璃供求或于下半年或明年上半年改善, 进而带动盈利回升。

✧ **LOW-E 玻璃仍是业绩主要支撑, 定增保证超薄电子玻璃与多晶硅的成长性。** LOW-E 玻璃作为节能材料替代其它材料的趋势持续, 销售与盈利相对稳定, 每年提供 5 亿元左右的净利润保证。公司未来的成长性将更加集中于超薄玻璃与多晶硅, 本次定增中 100 万平米/月的高铝玻璃有望于今年下半年商业化运行, 南玻将成为国内首家成功量产高铝玻璃的企业, 这意味着公司在超薄玻璃上技术更进一步, 逐步抢占国外企业份额; 而多晶硅技改与升级后将达到 9000 吨太阳能级+2000 吨电子级的水平, 开启进口替代之路。

✧ **前海人寿不断增持, 后续资本运作将成为股价催化剂。** 前海人寿 2015 年开始在二级市场上增持公司股票, 并参与定增, 现在前海人寿及其一致行动人持股已占南玻定增后股本的 20%。我们测算, 前海人寿及其一致行动人持有南玻的成本约在 12.11 元/股。前海人寿虽保证南玻主营业务独立持续经营, 但不除非后续在产业资本作进一步的运作。从披露数据看, 前海人寿 2014 年资产总额达到 560 亿元, 且其股东方宝能集团的业务覆盖金融、物流、健康医疗、教育、绿色农业等, 后续若能进行相关整合, 将有利于公司的发展。而原来计划的 B 转 H 将会在定增完成后推进, 也将为公司股价提供催化剂。

✧ **业绩见底概率大, 成长业务发展加快, 推荐评级。** 经济下行影响大于我们原有预期, 我们下调公司 15-17 年 EPS 至 0.28、0.39 与 0.58 元。目前业绩断基本已处在周期的最底部, 下半年或明年上半年好转的概率较大。后续若资本运作展开, 发展将更值得期待。B 转 H 加大流动性, 增强融资功能, 推荐评级。

✧ **风险提示: 玻璃价格下行超预期导致业绩进一步恶化。**

主要财务指标

单位: 百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	7045	7187	8799	10738
收入同比(%)	-9%	2%	22%	22%
归属母公司净利润	874	579	804	1195
净利润同比(%)	-43%	-34%	39%	49%
毛利率(%)	24.4%	23.6%	26.9%	29.6%
ROE(%)	10.5%	7.3%	9.2%	12.1%
每股收益(元)	0.42	0.28	0.39	0.58
P/E	32.95	49.67	35.81	24.08
P/B	3.45	3.65	3.31	2.91
EV/EBITDA	17	21	15	12

资料来源: 中国中投证券研究总部

作者

署名: 王海青

S0960512080002

0755-82026839

wanghaiqing@china-invs.cn

署名: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价: 18

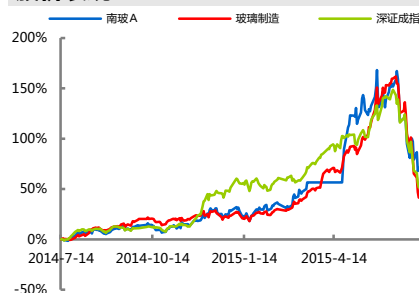
当前股价: 12.61

评级调整: 维持

基本资料

总股本(百万股)	2,075
流通股本(百万股)	1,303
总市值(亿元)	262
流通市值(亿元)	164
成交量(百万股)	56.77
成交额(百万元)	694.57

股价表现



相关报告

《南玻 A - 超薄玻璃与多晶硅为长期亮点, 股权变动与 B 转 H 提供短期催化剂》
2015-04-30

《南玻 A - 浮法下行超预期, 明年看点在光伏与超薄玻璃》2014-10-28

《南玻 A - 浮法已处底部, 关注光伏向上与电子玻璃扩张》2014-08-05

一、玻璃行业已基本见底

图 1 玻璃行业冷修产能比例创新高

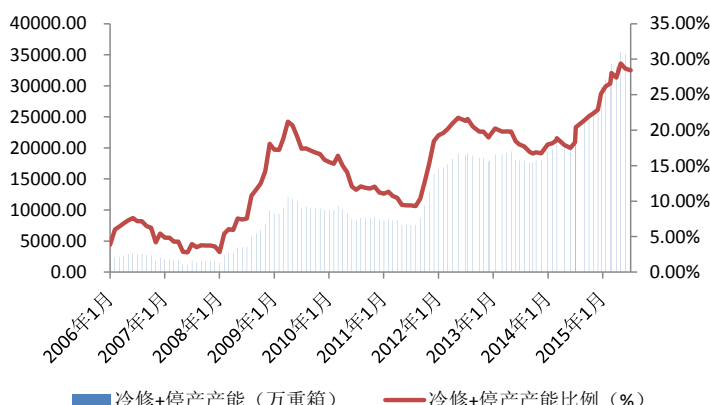


图 2 玻璃在产产能增速与价格



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

二、南玻定增加码超薄玻璃与多晶硅，保证未来成长性

公司定增业务加码超薄玻璃与多晶硅，拟向前海人寿与北方工业定增不超过 16 亿元，用于宜昌电子级多晶硅与清远南玻高铝玻璃生产线的建设。

公司高铝玻璃目前已进入试产阶段，预计下半年可商业化量产。多晶硅将从目前的 7000 吨太阳能级增至 9000 吨太阳能级+3000 吨电子级，规模与技术同步提升，预计将于 17 年投产。而清远高铝玻璃投产后，意味着公司将实现从有碱超薄到无碱超薄的飞跃。

从 2014 年利润看，这两项业务为公司贡献了超过 1 亿元的净利润，占净利润比例超过 10%。随着未来两业务规模的扩大，公司的成长性也将提升。

表 1 公司定增项目

项目名称	新增产能	拟使用募集资金额（万元）
宜昌南玻电子级多晶硅升级扩改项目	2000 吨太阳能级多晶硅+3000 吨电子级多晶硅	61,322.00
清远南玻高铝玻璃生产线建设项目	100 万平米/月的高铝玻璃	43,666.00
偿还银行贷款		20,000.00
补充流动资金		35,012.00
		160,000.00

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

三、前海人寿增持、B 转 H 或为股价提供催化剂

公司近期股权相关变动较大：首次，公司拟将目前上市的 7.6 亿 B 股转换上市地，以介绍方式在香港联交所主板上市及挂牌交易，变更为在香港联交所上市的境外上市外资股（H 股）。其次，南玻 A 股权分散，近期前海人寿通过二级市场不断增持公司股票，目前其与一致行动人持股已达 20%。

前海人寿目前资产有 560 亿元，且其股东方宝能集团的业务覆盖金融、物流、健康医疗、教育、绿色农业等，后续若能进行相关整合，将有利于公司的发展。再考虑定增后进行的 B 转 H 的相关事项，股价将不断有催化剂。

表 2 前海人寿一致行动人增持南玻价格情况

买入时间	钜盛华			承泰集团* (B 股)		
	2015 年 5 月	2015 年 6 月	合计	2015 年 5 月	2015 年 6 月	合计
最低价 (元/股)	15.25	14.77	-	9.6	8.74	-
最高价 (元/股)	18.15	16.09	-	9.99	10.57	-
价格区间中值 (元/股)	16.7	15.43	-	9.795	9.655	-
持股比例	2.21%	0.43%	2.64%	0.16%	1.17%	1.33%
各一致行动人成交均价 (元/股)			16.49			9.67

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

表 3 前海人寿及其一致行动人增持南玻价格情况

买入时间	前海人寿								定向增发 (前海人寿)	合计	一致行动人合计
	2012 年 12 月	2015 年 1 月	2015 年 2 月	2015 年 3 月	2015 年 4 月	2015 年 5 月	2015 年 7 月				
最低价 (元/股)	8.73	8.35	8.97	9.19	13.16	15.02	11		8.89	-	-
最高价 (元/股)	9.18	9.19	9	9.19	16.3	16.66	12.25		8.89	-	-
价格区间中值 (元/股)	8.955	8.77	8.985	9.19	14.73	15.84	11.625		8.89	-	-
持股比例	0.20%	2.87%	0.59%	0.20%	1.43%	4.58%	1.18%		4.99%	16.04%	20.00%
各一致行动人成交均价 (元/股)										11.59	12.11

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

四、盈利预测

表 4 公司盈利预测

分部收入成本分析

浮法玻璃	2014 年	2015E	2016E	2017E
产能 (万吨)	230.00	244.00	244.00	244.00
销量 (万吨)	220.0	203.00	240.00	240.00
单价 (元/吨)	1644.9	1,570.00	1,600.00	1,650.00
主营业务收入 (万元)	361,871	318,710	384,000	396,000
环比增长	-8.58%	-11.93%	20.49%	3.13%
单位成本 (元/吨)	1405.74	1400.00	1380.00	1390.00
主营业务成本 (万元)	309,262	284,200	331,200	333,600
环比增长	-0.38%	-8.10%	16.54%	0.72%
内部抵消 (万元)	75,802	75,000	95,000	95,000

内部抵消成本（万元）	76,072	75,000	95,000	95,000
毛利率	14.5%	10.8%	13.8%	15.8%
超薄玻璃				
销量（万 m ² ）	600.0	1,500.00	2,300.00	2,700.00
单价（元/m ² ）	27	25	44	52
主营业务收入（万元）	16,400	37,500	100,800	140,800
环比增长	-9.89%	128.66%	168.80%	39.68%
单位成本（元/吨）	16.00	15.00	24.10	26.07
主营业务成本（万元）	9,600	22,500	55,440	70,400
环比增长	-20.00%	134.38%	146.40%	26.98%
毛利率	41.5%	40.0%	45.0%	50.0%
工程玻璃				
产能（万 m ² ）	2,670.00	2,670.00	2,670.00	2,670.00
销量（万 m ² ）	2,100.00	2,300.00	2,500.00	2,800.00
单价（元/m ² ）	144.2	140.00	142.00	145.00
主营业务收入（万元）	302,804	322,000	355,000	406,000
环比增长	6.07%	6.34%	10.25%	14.37%
单位成本（元/m ² ）	98.08	97.00	97.00	99.00
主营业务成本（万元）	205,974	223,100	242,500	277,200
环比增长	5.25%	8.31%	8.70%	14.31%
毛利率	31.98%	30.71%	31.69%	31.72%
太阳能事业部				
多晶硅(吨)	6,000	7,000.00	7,000.00	11,000.00
		62,000	49,600	108,500
太阳能电池片(MW)	500	300	500	700
		48,000	80,000	112,000
超白压延产能（万 m ² ）	2,100	2,250	2,250	2,250
		45,000	45,000	45,000
主营业务收入（万元）	108,705	110,000	129,600	220,500
环比增长	15.03%	1.19%	17.82%	70.14%
主营业务成本（万元）	89,089	90,200	104,976	165,375
环比增长	9.36%	1.25%	16.38%	57.54%
毛利率	18.05%	18.00%	19.00%	25.00%
其它				
		19800.00	24624.00	55125.00
其他业务收入(万元)	5,500	5,500	5,500	5,501
环比增长	-21.43%	0.00%	0.00%	0.02%
其它业务成本（万元）	4,000	4,000	4,000	4,001
毛利率	27.27%	27.27%	27.27%	27.27%
合计	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
收入（万元）	719,478	718,710	879,900	1,073,801
收入增速	-6.96%	-0.11%	22.43%	22.04%
成本（万元）	541,853	549,000	643,116	755,576

毛利率	24.69%	23.61%	26.91%	29.64%
-----	--------	--------	--------	--------

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	1353	2220	4024	6815
现金	158	200	1802	4354
应收账款	318	282	345	421
其它应收款	26	35	43	53
预付账款	84	71	84	98
存货	391	395	465	546
其他	375	1237	1285	1343
非流动资产	13764	13953	15090	16091
长期投资	752	0	0	0
固定资产	9851	11004	12472	13599
无形资产	947	947	947	947
其他	2215	2002	1672	1545
资产总计	15117	16172	19114	22906
流动负债	5593	6096	5872	6411
短期借款	1957	2290	1757	1783
应付账款	961	988	1158	1360
其他	2675	2818	2957	3267
非流动负债	871	1834	4126	6080
长期借款	384	1384	3384	5384
其他	487	450	742	696
负债合计	6463	7930	9998	12490
少数股东权益	305	352	422	527
股本	2075	2075	2075	2075
资本公积	1340	1340	1340	1340
留存收益	4932	4460	5264	6459
归属母公司股东权益	8349	7890	8694	9889
负债和股东权益	15117	16172	19114	22906

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	1406	967	2391	2851
净利润	940	626	874	1300
折旧摊销	729	714	853	1000
财务费用	232	227	306	375
投资损失	-328	-100	-50	-50
营运资金变动	-212	-560	104	272
其它	46	59	304	-46
投资活动现金流	-900	-900	-1950	-1950
资本支出	1893	1800	2000	2000
长期投资	49	-787	0	0
其他	1043	113	50	50
筹资活动现金流	-626	-25	1161	1651
短期借款	532	333	-533	26
长期借款	81	1000	2000	2000
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-5	0	0	0
其他	-1234	-1357	-306	-375
现金净增加额	-120	42	1602	2552

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	7045	7187	8799	10738
营业成本	5323	5490	6431	7556
营业税金及附加	33	35	38	40
营业费用	266	280	343	419
管理费用	598	625	766	934
财务费用	232	227	306	375
资产减值损失	25	20	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	328	100	50	50
营业利润	896	610	945	1444
营业外收入	114	120	100	100
营业外支出	27	10	40	50
利润总额	984	720	1005	1494
所得税	44	94	131	194
净利润	940	626	874	1300
少数股东损益	66	47	70	105
归属母公司净利润	874	579	804	1195
EBITDA	1857	1551	2104	2820
EPS (元)	0.42	0.28	0.39	0.58

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	-8.9%	2.0%	22.4%	22.0%
营业利润	-52.1%	-32.0%	54.9%	52.8%
归属于母公司净利润	-43.1%	-33.7%	38.7%	48.7%
获利能力				
毛利率	24.4%	23.6%	26.9%	29.6%
净利率	12.4%	8.1%	9.1%	11.1%
ROE	10.5%	7.3%	9.2%	12.1%
ROIC	8.6%	5.1%	7.2%	9.9%
偿债能力				
资产负债率	42.8%	49.0%	52.3%	54.5%
净负债比率	69.00%	72.80%	72.42%	74.19%
流动比率	0.24	0.36	0.69	1.06
速动比率	0.17	0.30	0.61	0.98
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.46	0.50	0.51
应收账款周转率	30	23	28	27
应付账款周转率	5.48	5.63	5.99	6.00
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.28	0.39	0.58
每股经营现金流(最新摊薄)	0.68	0.47	1.15	1.37
每股净资产(最新摊薄)	4.02	3.80	4.19	4.77
估值比率				
P/E	32.95	49.67	35.81	24.08
P/B	3.45	3.65	3.31	2.91
EV/EBITDA	17	21	15	12

相关报告

报告日期	报告标题
2015-04-30	《南玻 A-超薄玻璃与多晶硅为长期亮点，股权变动与 B 转 H 提供短期催化剂》
2014-10-28	《南玻 A-浮法下行超预期，明年看点在光伏与超薄玻璃》
2014-08-05	《南玻 A-浮法已处底部，关注光伏向上与电子玻璃扩张》
2014-07-07	《南玻 A—浮法拖累业绩，太阳能回升》
2014-04-22	《南玻 A-光伏与工程是亮点，浮法与精细下行》
2014-03-25	《南玻 A-盈利回升，股权激励行权条件苛刻》
2014-01-13	《南玻 A-13 年主业经营基本符合预期，14 年弹性减弱》
2013-10-21	《南玻 A-周期性、成长性业务将相继发力》
2013-10-08	《南玻 A-业绩增速将逐季抬升，关注多晶硅盈利回归》
2013-10-06	《南玻 A—出售低盈利资产轻装前进，多晶硅底部已现》
2013-08-21	《南玻 A-出售显示器件 19%股权对未来成长性影响不大》
2013-08-06	《南玻 A-浮法与光伏靓丽，高端超薄再添增长点》
2013-04-25	《南玻 A-上行趋势显现，一季度主业利润增 7.5 倍》
2013-03-26	《南玻 A-周期开始向上，超薄玻璃添亮点》
2013-03-26	《12 年为本轮周期底部》
2012-10-29	《南玻 A - 最佳长期买入时机到来》
2012-08-20	《南玻 A - 盈利能力见底》
2012-07-19	《南玻 A - 大比例回购 B 股彰显管理层对公司投资价值信心》
2012-04-23	《南玻 A - 困难的时刻即将过去》
2012-04-07	《南玻 A - 预减不足惧，等待抄底时》
2012-03-27	《南玻 A - 盈利谷底来临,曙光就在前方》
2011-10-26	《南玻 A-悲观预期反应之日是买入股票之时》
2011-08-08	《南玻 A-穿越周期的成长性品种》
2011-05-15	《南玻 A-4.03 亿元转让广州浮法股权》
2011-04-22	《南玻 A-1 季度盈利增长主要依靠太阳能领域》
2011-03-21	《南玻 A-浮法、太阳能双超预期》
2011-01-31	《南玻 A-出售陶瓷科技，发展战略进一步清晰》
2011-01-18	《南玻 A-2011 年第一次股东大会会议纪要》
2011-01-11	《南玻 A-公司正值盈利高峰期》
2010-12-26	《南玻 A-规划产能大幅扩张，未来增长前景值得期待》
2010-10-24	《南玻 A-短期景气促业绩回升，关注明后年企业转型》
2010-07-22	《公司点评_20100722_李凡》
2010-05-26	《南玻 A-多晶硅一期项目达产达标情况通报会议纪要》
2010-04-21	《南玻 A-正逐步完成制造型公司向创新性公司的转型》
2010-04-16	《南玻 A-浮法玻璃景气高峰助推公司业绩》
2010-03-30	《南玻 A-稳定持续的规模扩张是公司最为重要的特征》
2010-03-18	《公司点评_20100318_李凡》
2010-01-27	《南玻 A-短期业绩看浮法，长远发展靠节能》
2009-12-09	《南玻 A-住宅节能玻璃市场争夺战拉开序幕》
2009-10-14	《南玻 A-浮法价格上涨带动盈利回升，仍需关注行业复产进度》

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推 荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中 性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
回 避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看 好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中 性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看 淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

王海青,中投证券研究所建材行业分析师，金融学硕士。

李凡,中投证券研究所建材行业首席分析师，管理学硕士，4 年行业从业经验，10 年证券行业从业经验。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434